

INFLACIÓN, POLÍTICA ECONÓMICA, TIPOS DE INTERÉS Y EXPECTATIVAS.

Antoni Espasa*

Resumen

En este artículo se comienza analizando el contexto en el que se puede estudiar la evolución a corto plazo de la inflación con fines de predicción y diagnóstico. Establecido el marco de trabajo se exponen los resultados de predicción durante el período 1994-1996 publicados en el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO y se relacionan con los movimientos de tipos de interés llevados a cabo por el Banco de España. Posteriormente se analiza la situación inflacionista actual de la economía española y sus perspectivas para el trienio 1997-1999. Esto último se pone primeramente en conexión con la probabilidad de cumplir el objetivo de Maastricht, que se cuantifica a partir de un análisis y de unas predicciones de consenso sobre los IPC transitorios de los quince países europeos. Con posterioridad a 1997 destaca la necesidad de converger a la inflación europea y se analizan los principales problemas para ello. Algunos de estos problemas se pueden abordar desde una política económica de mayores reformas estructurales que favorezcan la competencia en el sector de servicios y en la comercialización de bienes y servicios, pero es muy importante que esta política imponga además mayores exigencias de información al consumidor sobre calidad -debidamente auditada- y precios en la venta de servicios. Estando garantizado que el Banco de España desarrollará una política monetaria acorde con las expectativas de inflación y existiendo la voluntad política de alcanzar el objetivo de convergencia en el déficit público, los otros grandes problemas con los que se enfrenta la inflación en España necesitan respuestas microeconómicas. Entre ellas destaca la necesidad de que los agentes asimilen con prontitud el nuevo nivel de expectativas de inflación en el que se ha situado la economía española y que empresarios y trabajadores actúen en consecuencia. En este sentido, los tipos de interés actuales de activo y pasivo de los bancos y cajas no transmiten referencias certeras y firmes sobre expectativas de inflación a las que puedan recurrir los agentes económicos.

Palabras clave:

Desagregación, inflación subyacente, predicción, indicadores adelantados, crecimiento a medio plazo, política monetaria, IPC transitorios e IPC armonizados, objetivos de Maastricht.

*Departamento de Estadística y Econometría, Universidad Carlos III de Madrid. Este trabajo ha sido realizado dentro de los proyectos PB95-0299 y APC95-0090 de la DGICYT y ha sido patrocinado por la Fundación Universidad Carlos III de Madrid. Fernando Lorenzo, José Manuel Martínez, Edita Pereira y Eva Senra, participaron en la obtención de los resultados cuantitativos utilizados en este trabajo. Esta ponencia se presentó en las XV Sesiones de Trabajo de Tesorería, Pamplona, noviembre de 1996.



I. CONSIDERACIONES PARA EL ANÁLISIS A CORTO Y MEDIO PLAZO DE LA INFLACIÓN.

El seguimiento de una tasa de crecimiento de un cierto índice de precios como indicador de la inflación en una determinada economía presenta diversos problemas y tiene bastantes limitaciones que han sido comentadas en repetidas ocasiones anteriores como puede verse en Espasa y Lorenzo (1995, a y b). En este contexto es usual seguir la inflación a través de tasas de crecimiento del índice de precios al consumo (IPC). En el caso de la economía española, los diferentes precios que se agrupan en el IPC se forman en mercados que no están suficientemente integrados y en ellos las correspondientes ofertas y demandas tienen características específicas importantes que generan en las grandes agrupaciones de mercados precios que tienen evoluciones bastante diferentes entre sí, de modo que la evolución del agregado global IPC resulta insuficientemente informativa y escasamente útil para realizar un diagnóstico sobre la inflación. La situación inflacionista contemporánea y sus implicaciones futuras no se aprecian, pues, adecuadamente sin un estudio individual del comportamiento de los precios en cada uno de los grandes mercados. Siguiendo Espasa et al.(1987) se puede desglosar el IPC en cuatro componentes básicos: precio de los alimentos no elaborados - ANE - (11.88%), precios de bienes energéticos - ENE - (7.12%), precios de los servicios - SERV - (30.64%) y precios de los bienes elaborados no energéticos - BENE - (50.35%). Entre paréntesis aparece la ponderación de cada componente en el IPC.

El análisis de la inflación a partir de los componentes básicos del IPC proporciona resultados más precisos, ya que una tasa de crecimiento anual del IPC, por ejemplo, del 3.5% tiene implicaciones hacia el futuro muy diferentes según vaya determinada por crecimientos del 1.5% en los índices ANE y ENE y del 4% en los índices SERV y BENE o se componga de crecimientos del 5.5% y del 3.0%, respectivamente. La razón estriba en que el índice ANE tiene un comportamiento cíclico más marcado que los restantes componentes y valores moderados (elevados) en sus tasas de crecimiento correspondientes

a los momentos bajos (altos) del ciclo tienden a venir seguidos por valores elevados (bajos), tal como se refleja en el gráfico 1. Asimismo, el índice ENE registra con frecuencia movimientos escalonados determinados por la oferta y demanda internacionales y por regulaciones fiscales específicas que no se tienen por qué reproducir en el futuro próximo e incluso pueden corregirse (gráfico 2).

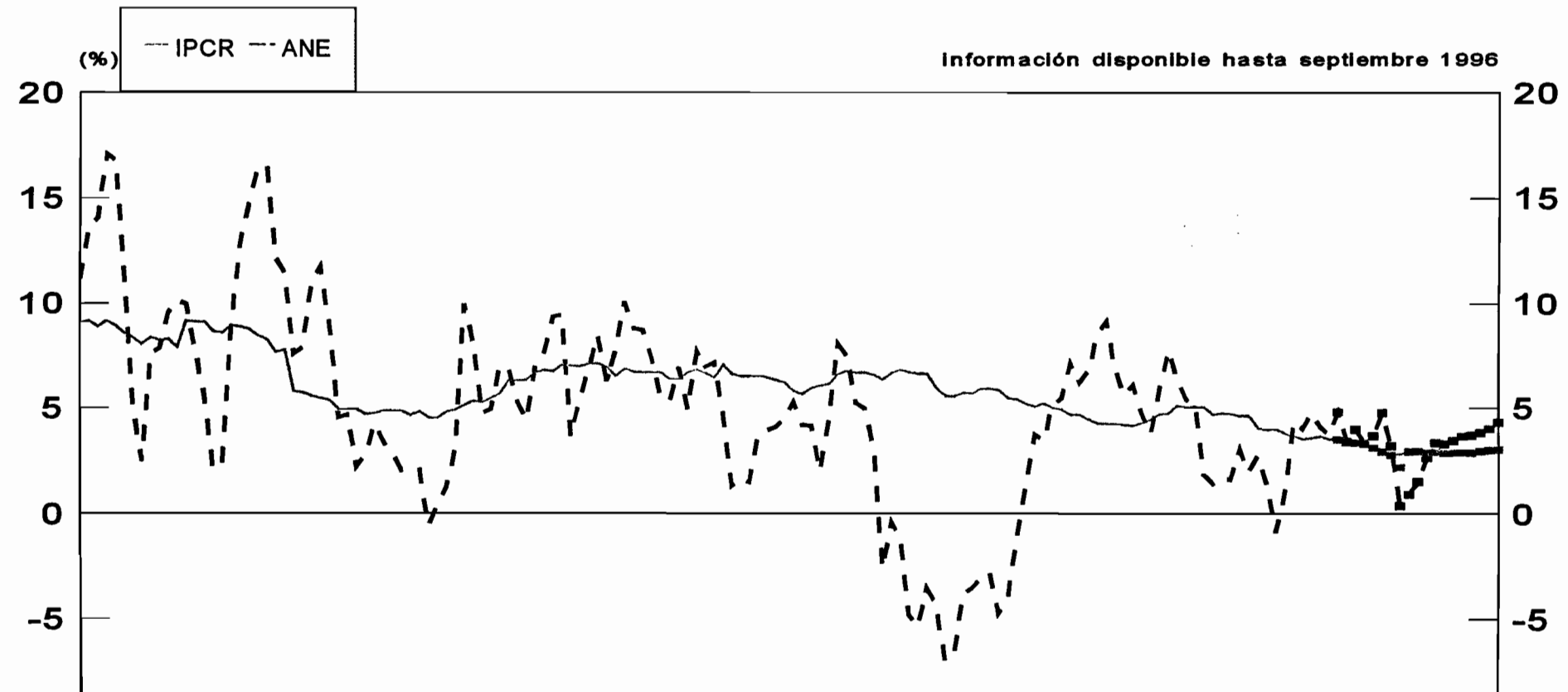
El tipo de oscilaciones señalado en los índices ANE y ENE dificultan la apreciación de la tendencia de la inflación del IPC y la definición de una inflación subyacente (tendencial) sobre un índice de precios que excluya del IPC los precios de los bienes energéticos y de los alimentos no elaborados, tal como se propuso en Espasa et al. (1987) se muestra muy útil (véase gráfico 3). A dicho índice en tal artículo se le denominó IPSEBENE (índice de precios al consumo de servicios y bienes elaborados no energéticos) y se ha convertido en un indicador seguido por la mayoría de los analistas².

La utilización del IPSEBENE para representar la inflación subyacente en la economía española puede elaborarse algo más de lo que se hacía en Espasa et al. (1987) y eso se puede realizar a partir de las ideas expuestas en dicho artículo. Así, en el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO se vienen aplicando, cuando es necesario, dos tipos de correcciones. Si los índices ANE y ENE se encuentran en un período que se espera que sea largo, unos dos años, en el que su crecimiento medio es clara y suficientemente diferente al del IPSEBENE conviene corregir adecuadamente la tasa de crecimiento del IPSEBENE para que la tasa resultante sea un buen indicador de la inflación subyacente. Asimismo, si ciertos precios incluidos en el IPSEBENE entran en una etapa con fuertes oscilaciones sobre el nivel del IPSEBENE, conviene sacar tales precios de dicho índice. Este es el caso del índice de precios al consumo de los aceites y grasas (ACEGRA) durante el período 1995-1997, ya que

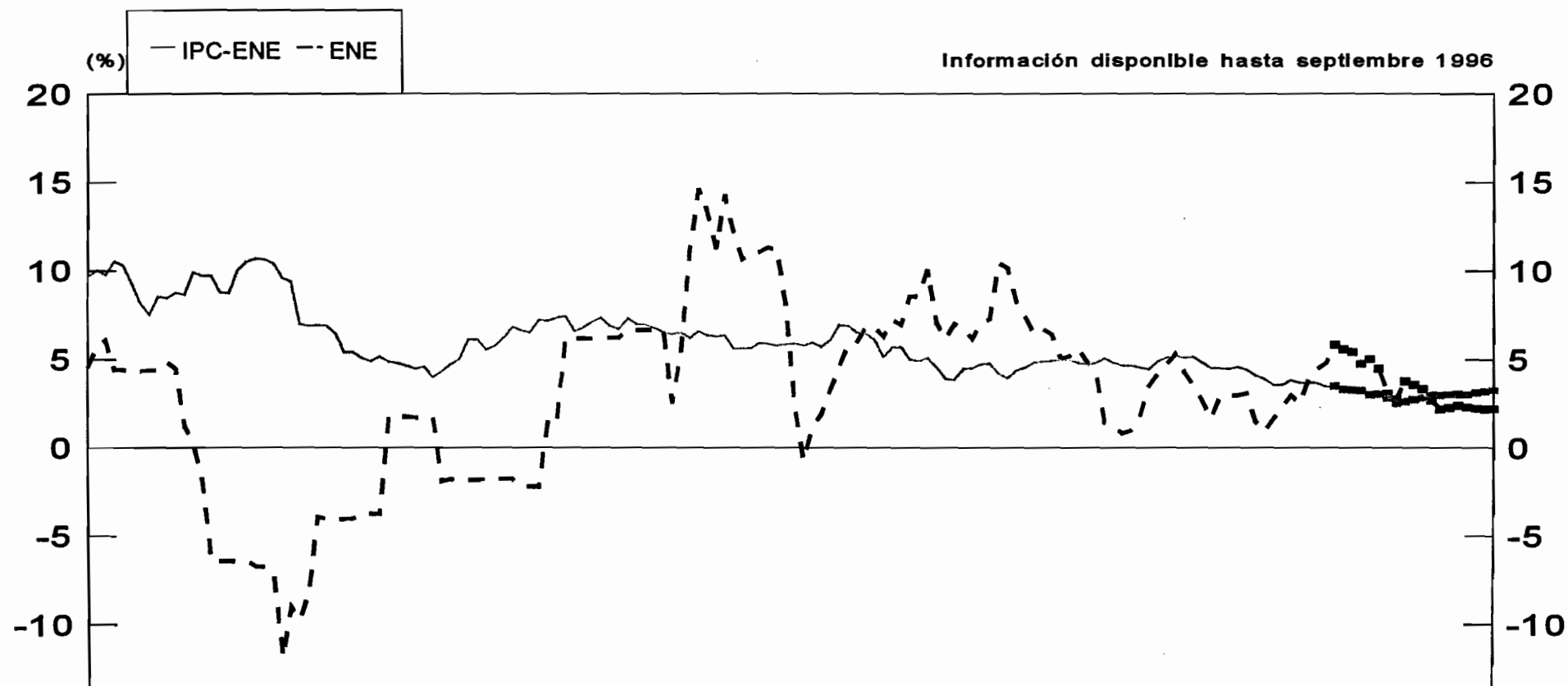
² Las consideraciones de inflación subyacente a partir del IPSEBENE siguiendo los fundamentos establecidos en el artículo inicial aparecen en publicaciones oficiales como el Informe sobre la inflación del Banco de España de septiembre de 1996, la Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado de 1997 del Ministerio de Economía, etc.

Gráfico 1

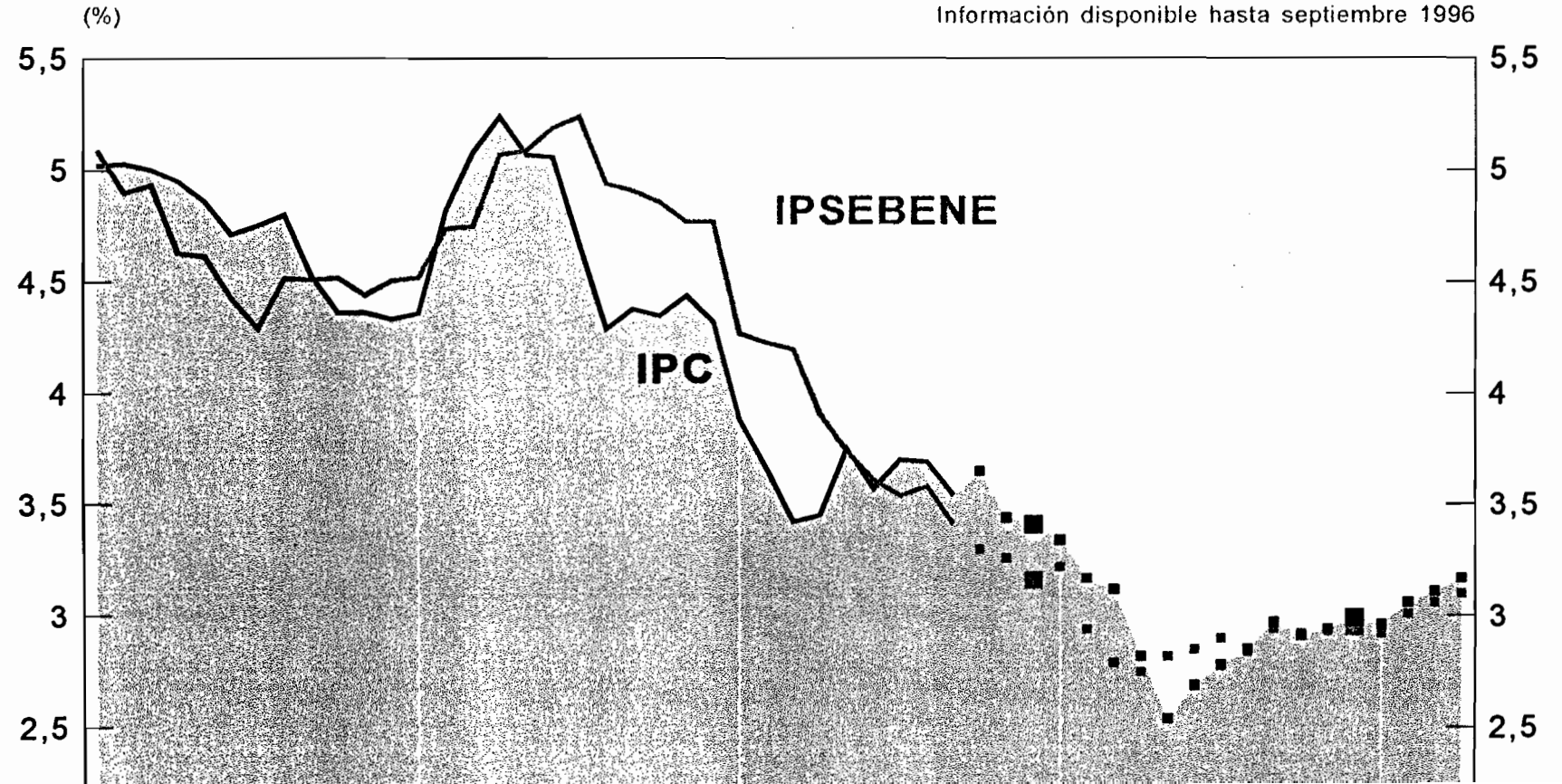
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE) y el índice general de precios sin el componente de alimentos no elaborados (IPCR)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de bienes energéticos (ENE) y el índice general de precios sin el componente de bienes energéticos (IPC-ENE)



**Indice de Precios al Consumo (IPC) e
Indice de Precios de Servicios y Bienes Elaborados No Energéticos (IPSEBENE)**
Crecimiento acumulado en doce meses



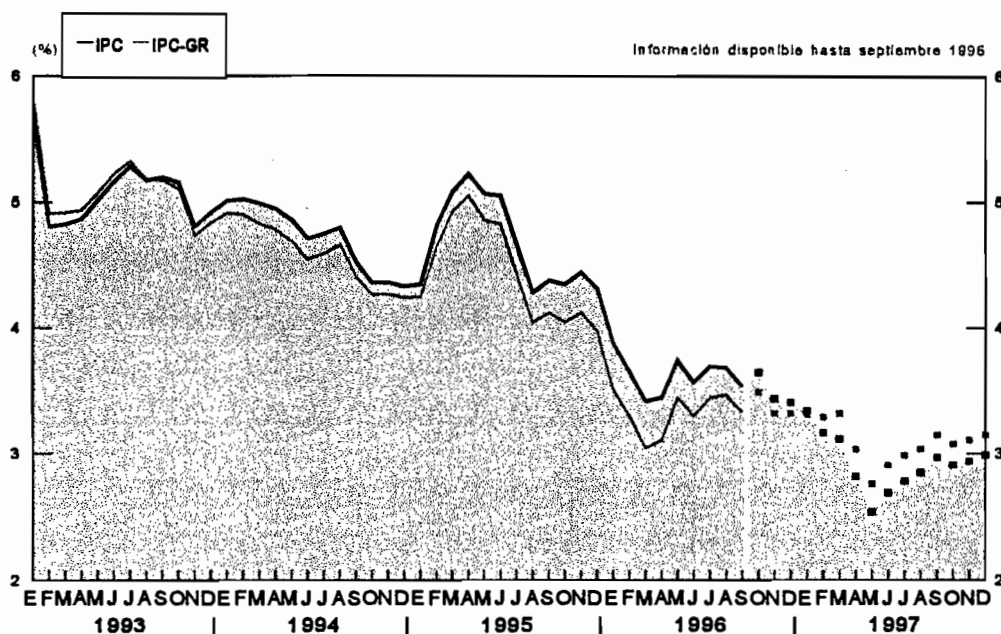
debido a las oscilaciones del precio del aceite de oliva el índice ACEGRA ha estado registrando durante 1995 y 1996 tasas de crecimiento muy altas que llegaron a superar el 30% a finales de 1995 y principios de 1996, mientras que a partir de febrero de 1997 y durante al menos un año se prevé que dicho índice registre tasas de variación anual negativas. En el gráfico 4 se ilustra el efecto del índice ACEGRA sobre el IPC y el IPSEBENE.

De todas formas, conviene señalar que la construcción de un indicador -señal- de inflación subyacente pierde algo de interés si se puede realizar buenas predicciones del IPC para un horizonte de, al menos, uno o dos años. En tal caso, dichas "buenas predicciones" proyectan el crecimiento actual del IPC teniendo en cuenta las oscilaciones inherentes en la evolución que en cada momento se encuentran inmersos los diferentes grupos de precios que componen el IPC. Tales predicciones no van a ser, en general, meras proyecciones, que podemos denominar ingenuas, de una situación de crecimiento constante, acelerado o desacelerado que pueda mostrar el IPC en un determinado momento. Van a resultar más complejas y oscilantes hasta que a partir de un determinado horizonte la predicción consista en una tasa de inflación constante. Con esta información procedente de las "buenas predicciones" el analista pierde interés por una señal de inflación subyacente - supuestamente para realizar sobre la base de esta señal una predicción ingenua mejor sobre el IPC -, ya que dispone de una información más relevante que le indica cómo va a oscilar la tasa de inflación hasta que en un determinado momento se estabilice en un cierto valor, que por tratarse de una magnitud prevista está sujeto a incertidumbre y tiene que definirse dentro de un cierto intervalo.

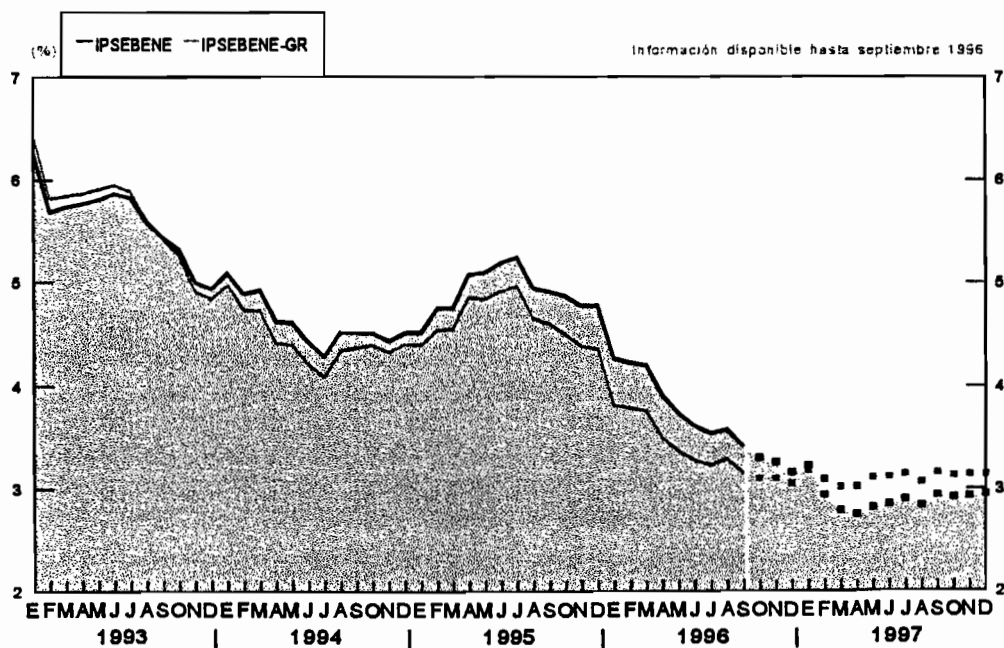
La observación anterior de que con "buenas predicciones" sobre el IPC los indicadores de inflación subyacente tienen menos relevancia es de aplicación mucho más general. Así, el interés primordial por los procedimientos de extracción de señales como tendencias, factores estacionales y evoluciones ajustadas de estacionalidad está muy ligado

Gráfico 4

Crecimiento anual acumulado del Índice de Precios al Consumo General (IPC) y del IPC sin el componente de Aceites y Grasas



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Servicios y Bienes Elaborados no energéticos (IPSEBENE) e IPSEBENE sin el componente de Aceites y Grasas



a la mayor facilidad para el usuario de realizar predicciones subjetivas sobre la serie original, dígase cantidad de dinero, producción industrial, comercio internacional, ventas de una empresa, etc, a partir de predicciones ingenuas sobre la correspondiente señal. Sin embargo, tal interés se desvanece si los usuarios disponen de "buenas predicciones" sobre la serie original, que en cada momento de su realización acabarán proyectando un comportamiento futuro de crecimiento y evolución estacional constantes.

En la discusión anterior destaca la afirmación de que las predicciones acaban en tasas de crecimiento constantes a partir de un cierto instante futuro. Esto se debe a que el comportamiento de las variables económicas y las relaciones entre ellas se aproximan bien mediante esquemas matemáticos lineales o esquemas lineales por tramos temporales. En este último caso, el paso de un posible tramo lineal a otro es bastante incierto y muchas veces vienen motivados por variables exógenas que son muy difíciles de predecir, por lo que, en general, en la predicción económica sistemática se han dado escasos logros en anunciar estos cambios, que en la literatura teórica se denominan estructurales. Restrígidos a un contexto (tramo temporal) lineal, la predicción económica a medio plazo - a largo plazo la predicción económica es una ficción - acaba siendo de naturaleza constante sobre el nivel o el crecimiento de una variable económica. No obstante, conviene advertir que esta tasa de crecimiento constante hacia la que suele colapsar la predicción de una variable económica que evoluciona progresivamente cambia (o puede cambiar) según el momento base en el que se realiza la predicción. Estas tasas - denominadas inercias en Espasa y Cancelo (1995) capítulo V - y sus cambios en el tiempo son muy ilustrativas, tal como se insiste en la referencia señalada, para el analista de la coyuntura económica. En el caso de la inflación estas tasas de convergencia en la predicción pueden interpretarse como las expectativas de inflación a medio plazo en cada momento.

El enfoque desagregado en el análisis de la inflación no sólo es de interés porque explicita las diferentes situaciones inflacionistas entre los grandes mercados, sino que con él

se obtienen predicciones más precisas. Esta mayor precisión se debe a que las tendencias y estacionalidades en los componentes básicos del IPC no son homogéneas - no están cointegradas - y su tratamiento específico conlleva mayor precisión sobre el agregado. Pero, además, ampliando el tratamiento desagregado del IPC a un nivel más allá de los componentes básicos, distinguiendo cuatro o cinco grupos específicos de precios dentro de cada componente básico, se puede analizar y predecir cada grupo de precios introduciendo indicadores adelantados relevantes para cada caso, como son los correspondientes precios de producción industrial o agrícola. Este enfoque desagregado está siendo contemplado con interés en la literatura econométrica aplicada actual y así, por ejemplo, en Pesaran et al. (1994) se ilustra cómo el empleo en el Reino Unido se predice mejor a través de un modelo desagregado que contempla a 40 industrias.

El enfoque desagregado descrito, propuesto inicialmente por Espasa et al. (1984) y formalizado en Espasa et al. (1987), que es el que viene siguiendo el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO, permite a su vez introducir con mayor fundamento determinada información que pueda existir en un momento concreto y que se espera que afecte al futuro de los precios. Por ejemplo, la predicción existente desde la primavera de 1996 de que la cosecha de aceitunas a finales del año sería de un orden de magnitud del doble de la de 1995, va a influir en el IPC de 1997 y tal información se viene incluyendo en el ejercicio de predicción desde principios de 1996, operando sobre la predicción individual del índice ACEGRA.

Otro aspecto positivo del análisis desagregado de precios consiste en que en cada momento se predicen los diferentes grupos de precios obteniendo para cada grupo los diferentes valores hacia los que tienden a colapsar sus correspondientes tasas de crecimiento. Con ello la evolución del agregado acaba confluyendo a una tasa de crecimiento constante pero con un perfil temporal que puede ser complejo y ciertamente muy ilustrativo para los agentes económicos. Además, al disponer de tendencias inflacionistas diferentes para cada

componente se puede analizar e interpretar las divergencias entre ellas y extraer conclusiones de política económica, tal como se discutirá más adelante (véase gráfico 5).

Expuesto el enfoque y la problemática en el estudio y la predicción de la inflación a corto y medio plazo puede ser de interés analizar y valorar la información que las predicciones de inflación en los últimos años han podido proporcionar a los analistas. Esto se trata en la sección siguiente.

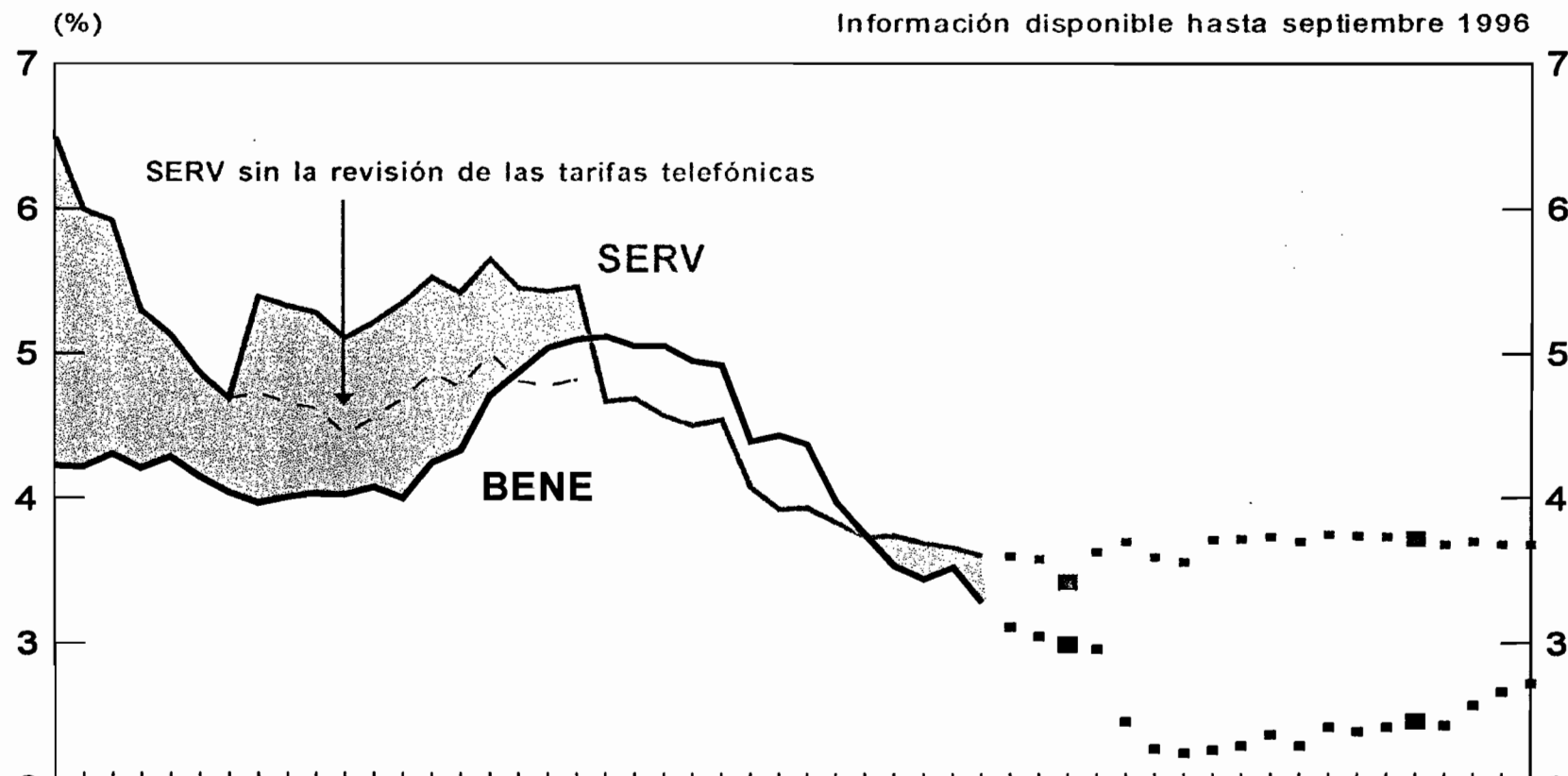
II. PREDICCIONES DE INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS DURANTE EL PERÍODO 1994-1996.

En el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO se vienen realizando mensualmente predicciones para los dos años siguientes. Las predicciones anteriores no se obtienen a partir de un modelo econométrico estructural y global adecuado para la economía española, que incluya la función de reacción del Banco de España, el cual sería muy complejo y muy difícilmente produciría resultados más fiables que los obtenidos con modelos alternativos, sino a partir de modelos econométricos que, sobre una gran desagregación de los índices de precios al consumo, proyectan la evolución futura de éstos en función, básicamente -aunque no exclusivamente-, de su comportamiento en el pasado y de sus relaciones con otros precios en etapas anteriores al consumo, como los precios de producción industrial y los precios percibidos por los agricultores. En consecuencia, aspectos como las nuevas condiciones en la formación de los precios que se pueden crear, por ejemplo, desde la política económica no están directamente incorporados en los modelos de predicción empleados.

De lo anterior se deduce que las predicciones publicadas en el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO son condicionales a que desde la política económica no se creen nuevas condiciones que afecten a la formación de los precios. De hecho, cuando

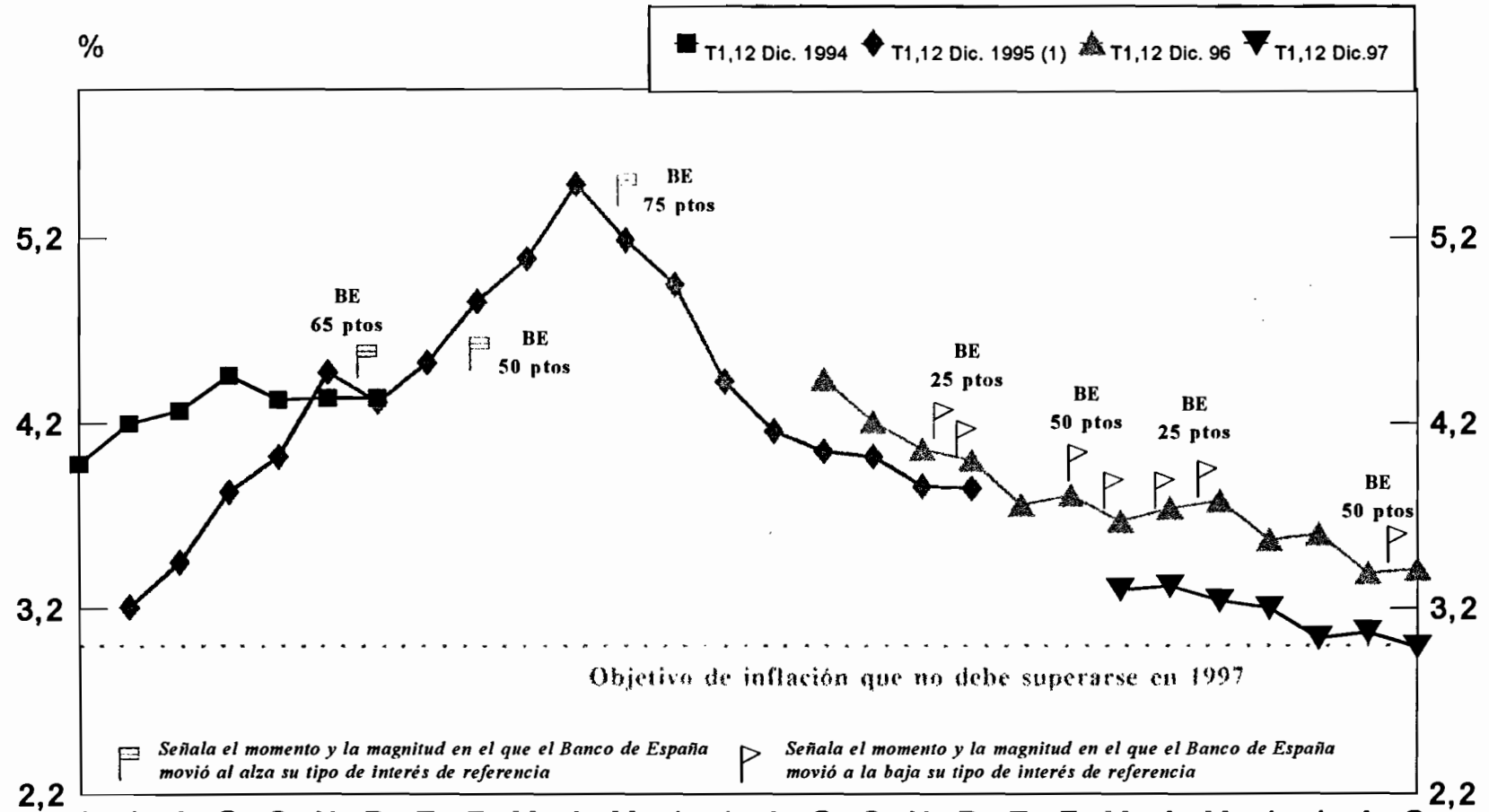
Gráfico 5

**Crecimiento anual acumulado (T^1_{12}) en los índices de precios al consumo de:
BENE (bienes elaborados no energéticos) y de SERV (servicios) (*)**



estas predicciones apuntan a valores en las tasas de inflación que distan suficientemente de los objetivos establecidos, se está dando una indicación muy firme de que el Banco de España tomará algún tipo de medida para forzar que se cambie el proceso de generación de precios. En efecto, las cuatro líneas del gráfico 6 recogen cómo a lo largo de los distintos meses se ha venido prediciendo el crecimiento acumulado anual del IPC correspondiente a los meses de diciembre de 1994 a 1997. El gráfico indica que en el segundo semestre de 1994 se vino prediciendo de forma relativamente estable el crecimiento anual del IPC correspondiente a finales de dicho año, pero para diciembre del año 1995 se fue prediciendo durante ese período un valor cada vez mayor. Obsérvese que a las predicciones para 1995 se les resta la estimación del impacto de los cambios de la imposición indirecta y cotizaciones a la seguridad social que se introdujeron en enero de 1995, pues tales cambios tienen un efecto puntual en la inflación pero no afectan apenas a las expectativas futuras. Con esta corrección sobre las predicciones de 1995 los datos del cuadro 6 son homogéneos y pueden utilizarse como expectativas de inflación en cada momento. El incremento de expectativas que se produjo en la segunda mitad de 1994 indujo a que el Banco de España subiera 65 puntos básicos su tipo de interés de referencia el día 4 de enero de 1995, es decir, unos pocos días antes de que publicase el dato del IPC correspondiente al mes de diciembre anterior, hecho que se señala en el gráfico 6, pues en éste se apuntan los momentos en los que el Banco de España ha modificado su tipo de interés de referencia. De acuerdo con las predicciones mencionadas, las expectativas de inflación continuaron subiendo hasta comienzos del segundo cuatrimestre y el Banco de España incrementó en otras dos ocasiones los tipos de interés. En los restantes meses de 1995 las predicciones para finales de dicho año fueron disminuyendo. Para el último cuatrimestre de 1995 el gráfico recoge también la senda de predicciones para 1996. Comparando la senda de 1995 con la de 1996 se detecta que en este cuatrimestre de 1995 las expectativas de inflación a corto plazo (a diciembre de 1995) se iban reduciendo, pero se mantenía un valor similar ligeramente superior para las expectativas a medio plazo (diciembre de 1996) y por encima del objetivo del 3% que no debería, según propuesta del Banco de España, superarse en 1997. Esto explica que durante muchos meses (hasta el 22

**Predicciones de Inflación Interanual en el IPC a Diciembre de 1994, Diciembre de 1995
Diciembre de 1996 y Diciembre de 1997 realizadas desde Junio de 1994**



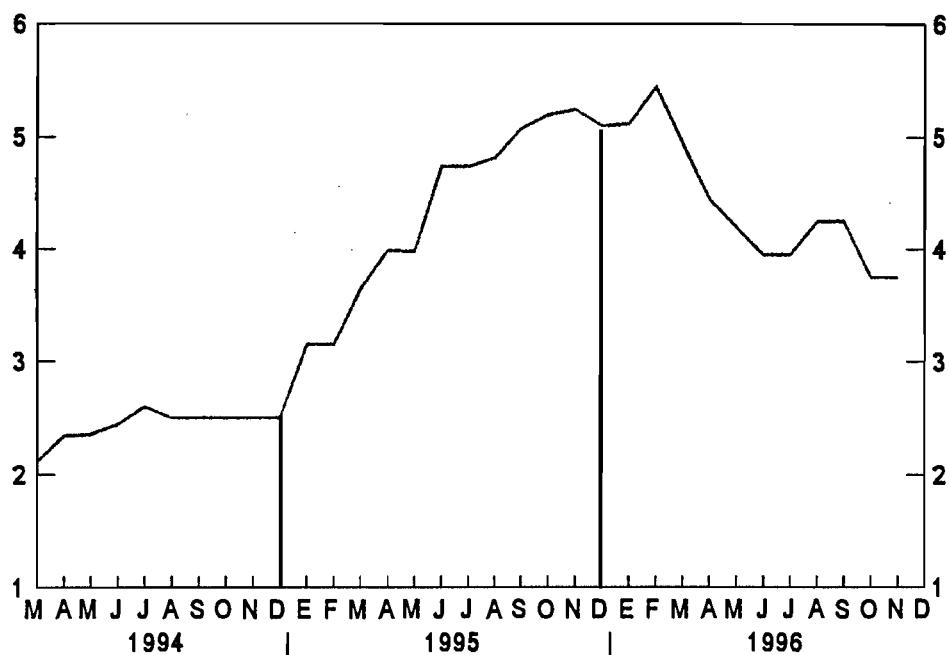
de diciembre de 1995, gráfico 6) el Banco de España no bajase su tipo de referencia. Con ello, el endurecimiento de la política española en relación a Alemania fue en aumento a lo largo de 1995 tal como se expresa en el gráfico 7, lo que ese tradujo en una fuerte apreciación de la peseta que se convirtió en otro factor decisivo para la reducción de la inflación.

A lo largo de 1996 el Banco de España ha venido bajando su tipo de interés de referencia (gráfico 6), pero manteniendo una política monetaria en términos relativos con la alemana más agresiva que la practicada en el segundo semestre de 1994 (gráfico 7), asegurando con ello el mantenimiento de una peseta fuerte, que continúa actuando como un factor reductor de la inflación.

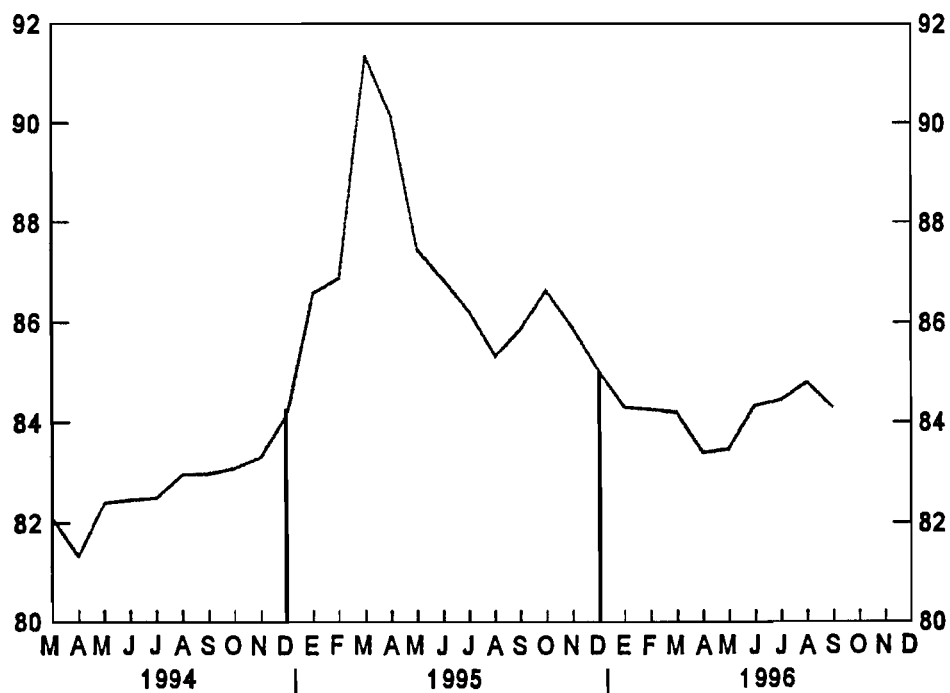
El gráfico 6 recoge también las predicciones (expectativas) de inflación para diciembre de 1997 y en él se observa que sólo desde este verano empiezan a darse predicciones compatibles con el objetivo del Banco de España de no superar la tasa del 3% a lo largo de 1997. Esto explica que el Banco de España haya mantenido un diferencial entre su tipo de referencia y el del Bundesbank (gráfico 7) todavía muy superior a los niveles de dicho diferencial a finales de 1994, pues aunque las expectativas de inflación han bajado unos dos puntos porcentuales en año y medio, todavía se sitúan en niveles superiores a los deseados de acuerdo con los objetivos fijados y los que se tendrán que fijar para 1998 y 1999. Sobre esto último se volverá más adelante.

La evolución de las expectativas de inflación recogidas en las predicciones del gráfico 6 se reflejan también en la evolución de los tipos de interés y en la curva de tipos de interés que se presentan en el gráfico 8. En este gráfico destaca también que desde diciembre de 1995 el primer tramo de la curva de tipos de interés se ha invertido y así continúa en el presente, lo cual es compatible con la afirmación de que en todo este período se están

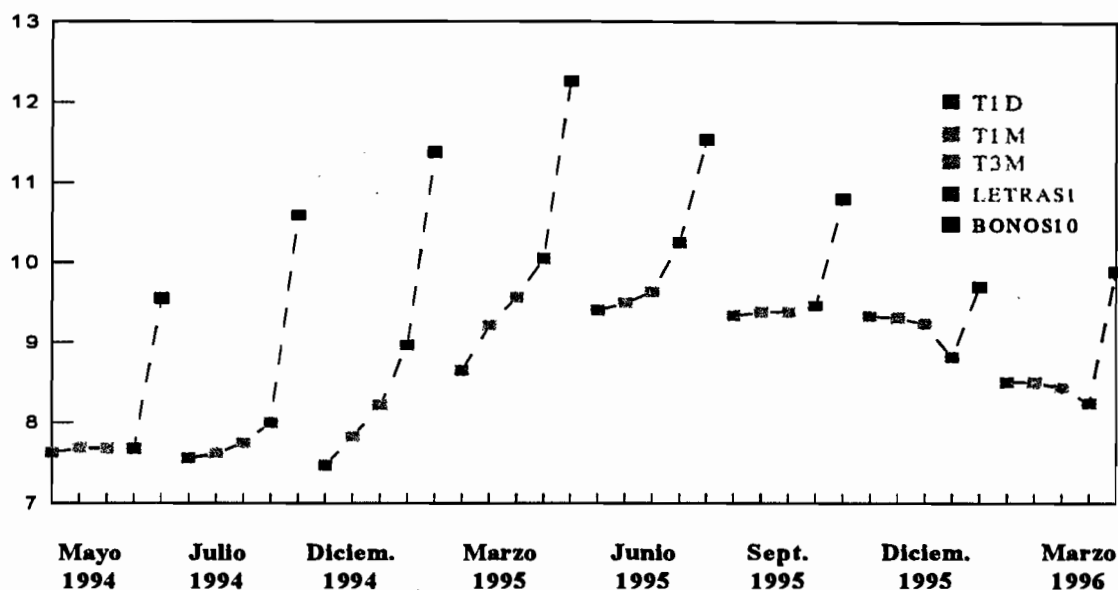
Diferencial del Tipo de Interés de Referencia del Banco de España y el Tipo de Redescuento del Bundesbank



TIPO DE CAMBIO PTS/MARCO

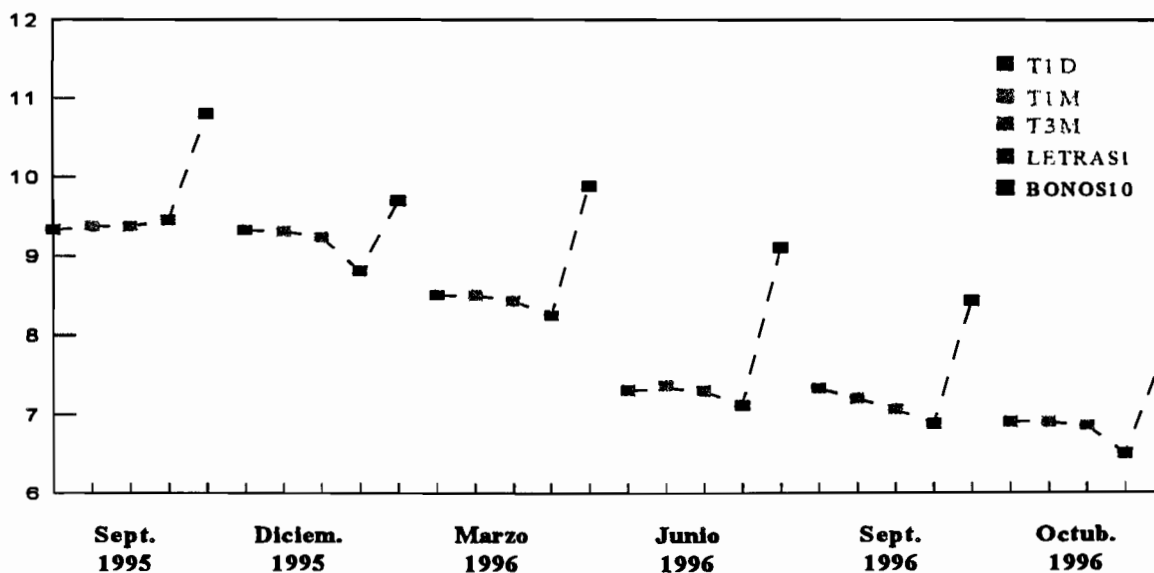


**Tipos de Interés Interbancario a 1 día (T1D), a un mes (T1M), y a tres meses (T3M)
Rendimientos de las Letras del Tesoro a 1 año (Letras1)
y de la Deuda Pública a 10 años en España (Bonos10)**



Fuente: Banco de España y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y
Análisis Macroeconómico, Universidad Carlos III de Madrid)
Gráfico del BOLETÍN IPC N° 18

**Tipos de Interés Interbancario a 1 día (T1D), a un mes (T1M), y a tres meses (T3M)
Rendimientos de las Letras del Tesoro a 1 año (Letras1)
y de la Deuda Pública a 10 años en España (Bonos10)**

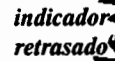


Fuente: Banco de España y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y
Análisis Macroeconómico, Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha: 11 de noviembre de 1996

registrando expectativas de inflación más bajas para el plazo de un año que para los plazos más inmediatos. Esto se confirma en el gráfico 6 en donde las predicciones para 1997 han venido siendo inferiores a las de 1996. Pero la inversión de la curva de tipos de interés indica también la magnitud restrictiva de la política monetaria. La forma actual de la curva de los tipos de interés y el diferencial existente entre el tipo de referencia del Banco de España y el tipo de redescuento del Bundesbank están en la base de la opinión bastante general de que el Banco de España dispone todavía de margen para bajar los tipos de interés. Pero para analizar las posibilidades, el alcance y el momento temporal en que puede actuar el Banco de España es necesario estudiar con detalle antes la situación inflacionista actual y sus perspectivas futuras. Esto se hace en las secciones siguientes.

III. PREDICCIÓN DE LOS IPC TRANSITORIOS EUROPEOS Y LA PROBABILIDAD DE CUMPLIR EL OBJETIVO DE MAASTRICHT

Las predicciones que con la información disponible sobre el IPC hasta septiembre de 1996 y la información publicada hasta ese momento sobre los precios de producción industriales y agrícolas se realizan en el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO número 24 se pueden resumir tal como se hace a continuación. La tasa de crecimiento acumulado anual en el IPSEBENE que de enero a septiembre de 1996 ha pasado del 4.27% al 3.41% se continuará reduciendo hasta alcanzar valores sobre el 2.9% en el primer trimestre de 1997, con tendencia a estabilizarse con pequeñas oscilaciones sobre ese valor en el resto del año y a subir quizás un par de décimas en 1998 (véase gráfico 3 y cuadro 1). Es decir, las expectativas de inflación de la economía española en el corto plazo -ahora 1997- se han situado ligeramente por debajo del 3%, cuando en el segundo trimestre de 1995 tales expectativas superaban el 5%. Respecto al crecimiento del IPC se prevé que tenga una evolución menos estable que la descrita para el IPSEBENE, debido a fluctuaciones en los precios de la energía y de los alimentos no elaborados (véase gráficos 1 y 2). Así se prevé que la tasa de crecimiento acumulado anual del IPC pase del 3.54% en el mes de



CRECIMIENTOS ANUALES DEL IPC ⁽¹⁾
Crecimientos de un mes sobre el mismo mes del año anterior (T_{12}^1)

IPC (Indice de precios general) (100%)

(4) Crecimiento del nivel medio de 1998 sobre 1997.

Fecha de elaboración: 18 de octubre de 1996

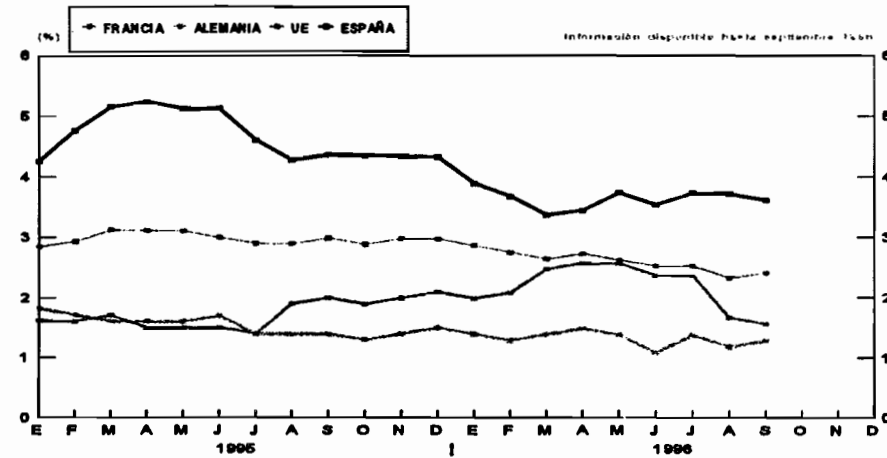
septiembre al 3.41% en el mes de diciembre próximo y al 2.54% en mayo de 1997, para remontar al 2.99% en diciembre de 1997 (véase gráfico 3 y cuadro 1) y al 3.16% en la media anual de 1998.

Para el cumplimiento del objetivo de inflación de Maastricht se analizará la tasa de crecimiento anual medio del IPC "transitorio" en 1997. Esta tasa es aproximadamente la media de las doce tasas de crecimiento acumulado anual en cada uno de los doce meses de 1997 o, lo que es lo mismo, una suma ponderada, con pesos aproximadamente simétricos desde valores sobre 1/12 a valores sobre 12/12 de los veintitrés crecimientos mensuales desde febrero de 1996 a diciembre de 1997 (véase Espasa y Cancelo, (1993) secciones 5.2.2 y 5.3.1). En la terminología de Eurostat se ha determinado "IPC transitorio" a un índice de precios nacional obtenido a partir del correspondiente IPC excluyendo unos pocos componentes para conseguir una cierta armonización de los índices de precios al consumo resultantes en la UE. En España la evolución de este índice es muy similar a la del IPC por lo que, al menos de momento, se le puedan aplicar las predicciones realizadas para el IPC.

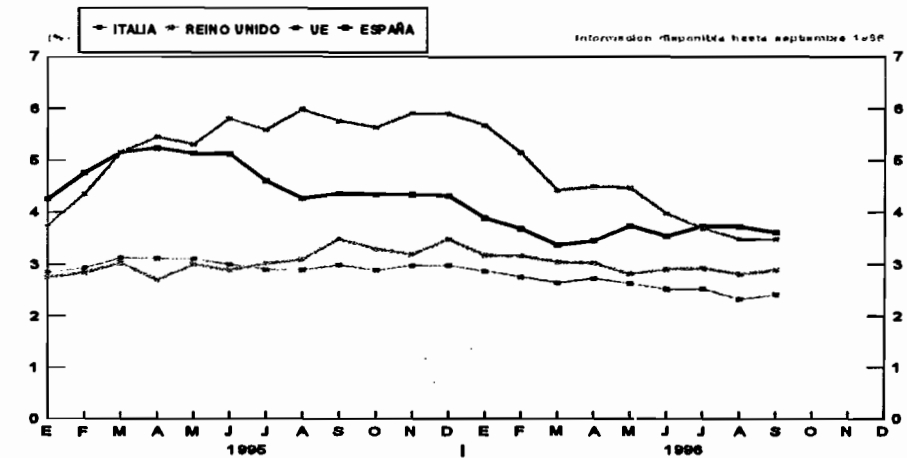
En el gráfico 9, tomado del BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO, nº 26, así como los comentarios que siguen, se recogen los IPC transitorios (paneles A) y los IPC habituales (paneles B) para los diferentes países europeos. Para la mayoría de los países europeos la evolución reciente del IPC transitorio y del IPC habitual es muy similar y por tanto se pueden aplicar a los índices transitorios las predicciones de consenso que en cada país se realizan sobre su correspondiente IPC. Tales predicciones las tomaremos de la revista Consensus Forecasts en su número del mes de octubre de 1996. Para el Reino Unido e Irlanda los IPC transitorios tienen actualmente unas tasas más altas que sus correspondientes IPC habituales, por lo que se les pueden aplicar a los primeros las predicciones disponibles sobre los segundos, ya que con ello difícilmente se sesga a la baja la medida del objetivo de Maastricht. Países para los que resulta más difícil acomodar predicciones de sus IPC transitorios son: Luxemburgo, Suecia y Holanda. Sobre Luxemburgo

Gráfico 9

A.1 Crecimiento anual acumulado de los Índices de Precios al Consumo Transitorios



A2. Crecimiento anual acumulado de los Índices de Precios al Consumo Transitorios



B1. Crecimiento anual acumulado del Índice de Precios al Consumo



B2. Crecimiento anual acumulado del Índice de Precios al Consumo

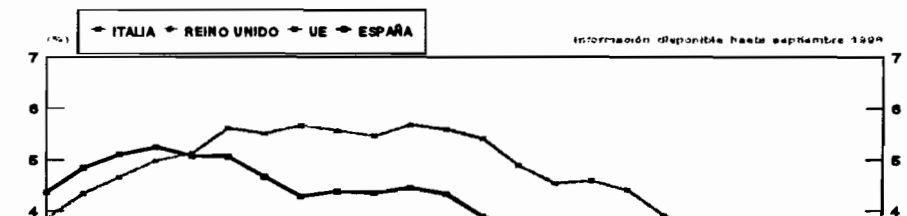
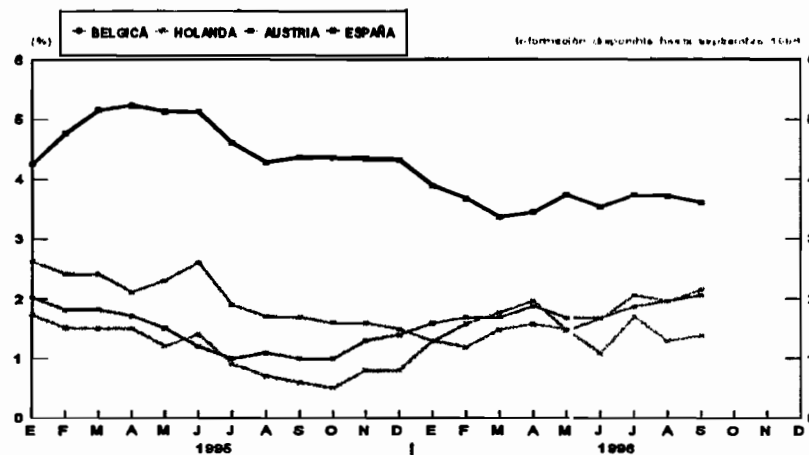
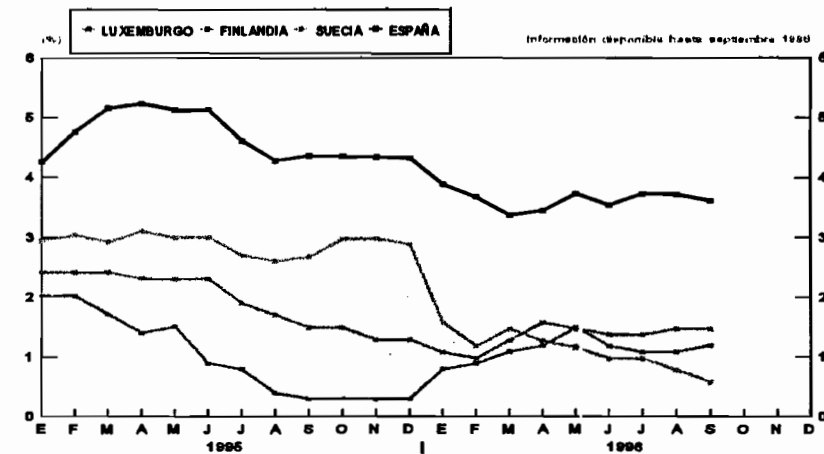


Gráfico 9 (Cont)

A3. Crecimiento anual acumulado de los Índices de Precios al Consumo Transitorios



A4. Crecimiento anual acumulado de los Índices de Precios al Consumo Transitorios



B3. Crecimiento anual acumulado del Índice de Precios al Consumo

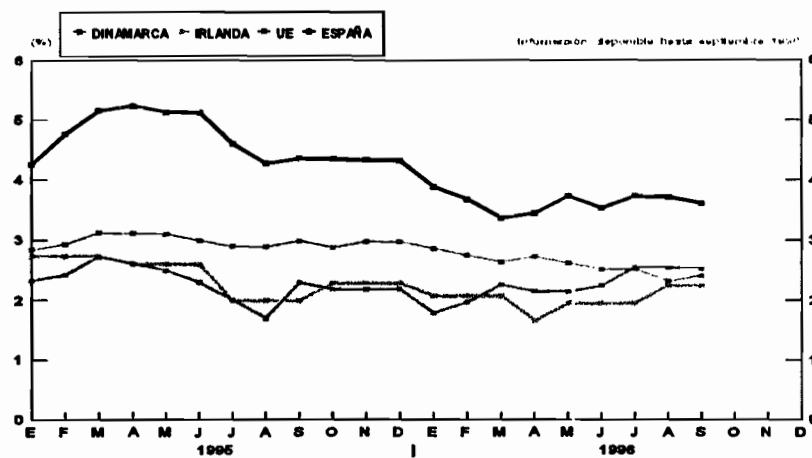


B4. Crecimiento anual acumulado del Índice de Precios al Consumo

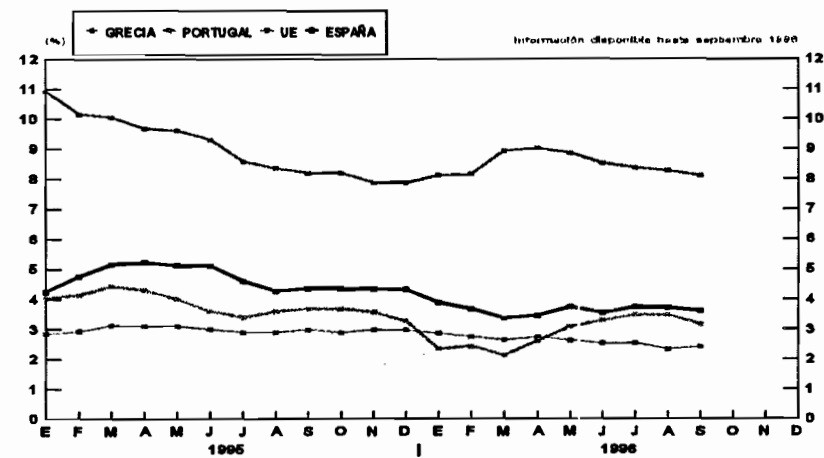


Gráfico 9 (Cont)

A5. Crecimiento anual acumulado de los Índices de Precios al Consumo Transitorios



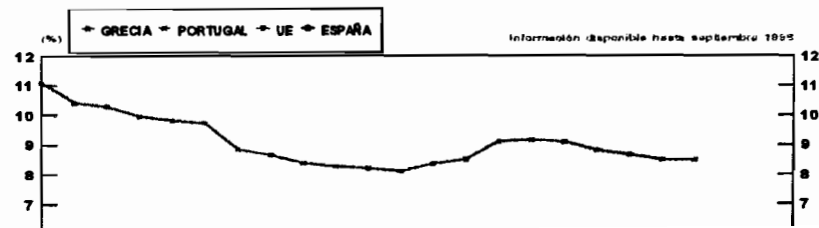
A6. Crecimiento acumulado anual de los Índices de Precios al Consumo Transitorios



B5. Crecimiento anual acumulado del Índice de Precios al Consumo



B6. Crecimiento anual acumulado del Índice de Precios al Consumo



la publicación mencionada no proporciona predicciones, por lo que de momento supondremos que su inflación en 1997 no influye en la determinación del objetivo de Maastricht. Suecia está experimentando en 1996 una caída fuerte de su nivel de inflación y la predicción de consenso para la media de este año es del 1.1%. Esa caída tiene una evolución regular motivada por la enorme moderación del gasto público en los presupuestos de 1996 y por la descentralización de la negociación colectiva en un país con un porcentaje alto de sindicación. No obstante como se observa en el panel A4 del gráfico 9, esta caída en la inflación durante 1996 viene también muy influenciada por el movimiento que la tasa acumulada anual experimentó en enero de 1996, debido a un descenso del IVA en la alimentación del 25 al 15%. Esto último es un hecho puntual ocurrido en dicho mes, con lo que la inflación en Suecia tomará en 1997 valores claramente superiores a los actuales. Así parece que lo aprecian cada una de las trece instituciones que contribuyen a la predicción de consenso para Suecia en la publicación referida, ya que todas ellas predicen para 1997 tasas bastante superiores a las de 1996, de modo que la predicción de consenso para 1997 se sitúa sobre el 1.9% (la predicción oficial del gobierno sueco es de 2.2%)³. La predicción de consenso sobre el IPC habitual parece, por todo lo dicho, trasladable al IPC transitorio. Finalmente para Holanda la tasa anual del IPC transitorio está sobre medio punto porcentual por debajo de su tasa del IPC habitual. Para éste la predicción de consenso en 1997 es de 2.3%, con lo que se puede de forma burda derivar una predicción de 1.8% para el IPC transitorio. Excluyendo, pues, Luxemburgo los tres países con menor inflación prevista según los IPC transitorios en la media de 1997 son Francia (1.7%), Finlandia (1.7%) y Alemania (1.8%), con lo que la media sería el 1.7% y el correspondiente límite para el objetivo de Maastricht el 3.2%. Si para Luxemburgo se supone que en 1997 va a mantener el valor medio de su tasa de crecimiento anual en los últimos cuatro meses (1.42%) se tiene que este país desplazará a Alemania en el grupo anterior y la media de los tres países menos inflacionistas de la UE en 1997 sería del 1.6% y el límite para el objetivo de Maastricht del

³ Estoy agradecido a Carlos Tejedor de la embajada de Suecia en Madrid por sus comentarios sobre la inflación en Suecia.

3.1%.

De todo lo anterior se puede concluir que el límite para el cumplimiento del objetivo de Maastricht es muy probable que se establezca entre el 3 y el 3.2%. Además, conviene señalar que si se excluye Grecia la inflación media prevista para la UE en 1997 es del 2.3%, con una dispersión entre el 1.4% y el 3.1%. Se puede decir, pues, que la inflación europea tiende a converger sobre el 2.3%, sin que al parecer existan ventajas para que un país se sitúe en tasas inferiores. De hecho hay autores que estiman que una tasa de crecimiento de los IPC actuales del 2% corresponde a una situación de precios estables, ya que los índices de precios al consumo recogen también las alzas en los precios debidos a las mejoras en calidad.

El crecimiento anual medio del IPC en la economía española en 1995 fue del 4.67%, para 1996 se predice un 3.60% y para 1997, que es el valor relevante en el objetivo de Maastricht, un 2.93%. Como se ha indicado, en 1998 dicho crecimiento podría situarse en el 3.16%. Un crecimiento anual medio de 2.93% en 1997 supondría, con una probabilidad sobre el 60%, que se cumple con el criterio de Maastricht.

Para valorar la probabilidad actual estimada de alcanzar el objetivo de Maastricht pueden ser convenientes las siguientes consideraciones. Obsérvese, primero, que ni en noviembre de 1997 podrá haber certeza - probabilidad del 100% - de que se va a cumplir el objetivo de Maastricht por baja que sea la inflación observada a lo largo de los meses transcurridos de 1997. La certeza en todo caso se tendrá a posteriori al conocer el dato de diciembre de 1997. En este contexto, si con el transcurso de los meses se mantuviese la estimación del límite superior de Maastricht entre el 3-3.2% y la predicción de inflación media en España para 1997 en el 2.93%, con el mero paso de los meses iría aumentando la probabilidad de cumplir con el objetivo de inflación, de modo que en noviembre de 1997 estaría próxima al 100%. Por el contrario, para tener ahora una probabilidad del 99% - casi

certeza - de que se va a cumplir con el objetivo de Maastricht sería necesario que ahora la predicción puntual de la tasa de inflación media para 1997 se situase sobre el 1%, lo cual resulta claramente exagerado y ciertamente muy distante del 2.93% mencionado. Se puede concluir, por tanto, que unos niveles del 50-60% (si se fija el límite máximo entre el 3-3.2%) como los que se tienen actualmente parecen aceptables.

Si se acepta la argumentación anterior y asumiendo que el objetivo de Maastricht se cumple, la cuestión que ya ha empezado a aflorar (véase BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO, nº 24 y 25), y así se lo tiene que estar planteando el Banco de España, es cuál puede ser un objetivo de inflación deseable y factible para 1998 y 1999 y cuáles son las principales amenazas para que ese nuevo objetivo no se cumpla. Todo ello trata en la sección siguiente.

IV. PERSPECTIVAS, OBJETIVOS Y PROBLEMAS EN LA INFLACIÓN ESPAÑOLA DURANTE EL TRIENIO 1997-1999.

La sección anterior ha concluido apuntando que existe una probabilidad razonable de alcanzar el objetivo de inflación de Maastricht. Incluso, en opinión de este autor, esta probabilidad es mayor que la de alcanzar el objetivo de déficit público. Sobre los presupuestos de 1997 el lector interesado puede consultar López i Casanovas (1996), donde se realiza un análisis riguroso, realista y esperanzador sobre los mismos. En lo referente a la cuestión de cual de los dos objetivos, inflación y déficit público, es más probable que se acabe cumpliendo en la economía española, puede producirse bastante confusión debido a una creencia muy generalizada. Según ésta, si a lo largo de 1997 el cumplimiento del objetivo del déficit público está realmente amenazado será posible aplicar medidas correctoras sobre el gasto y, quizás, incluso sobre los ingresos, y ciertamente se tendrá la posibilidad de realizar, si es necesario, una aplicación favorable de los criterios contables. Por el contrario, el criterio de inflación se evalúa sobre índices contruidos sobre precios tomados en los

mercados y la posibilidad de actuar sobre ellos, si a lo largo de 1997 se ve amenazado el objetivo de inflación de Maastricht, queda, aparte de ciertas acciones sobre los precios administrados que son limitados y tienen escasa repercusión en la tasa del IPC, reducida a nuevas acciones desde la política monetaria, cuyos efectos se transmitirían a los precios principalmente después de 1997. En qué medida el margen de maniobra que se cree que existe sobre el déficit público es realista no es objeto de análisis de este trabajo, pero si se produce un margen de acción en la evaluación del cumplimiento del objetivo del déficit por la aplicación de los criterios contables, será difícil que se niegue el cumplimiento del objetivo de inflación a un país que haya situado a lo largo de 1997 su tasa de inflación próxima al 3%, pero por debajo, y sobre el mismo existen predicciones de consenso de que dicha tasa va a continuar por debajo de dicho 3% en 1998 y 1999. Es decir, si se cumple el objetivo de inflación para 1997 fijado por el Banco de España, también se cumpliría, según las predicciones discutidas en las secciones anteriores, con el objetivo de Maastricht, pero si manteniendo lo primero no se cumple lo segundo, difícilmente por este único motivo un país quedaría excluido de la UEM. La opinión que se intenta expresar en estas líneas es que para la economía española es más probable que se cumpla formal y literalmente con el objetivo de inflación que con el objetivo de déficit público y si el cumplimiento no es automático, sino que ha de resultar de una interpretación en el seno de la UE, será más fácil conseguir una interpretación favorable en cuanto al criterio de inflación siempre que se haya cumplido el objetivo del Banco de España que en cuanto al déficit público.

De lo anterior no se desprende en absoluto que en la economía española no exista, internamente y en relación con otras economías europeas, todavía un problema de inflación. En efecto, en la sección III se señala que la tasa de inflación del IPC para la media de 1998 se predice en el 3.16%, es decir, dos décimas por encima de la media prevista para 1997. Por otra parte, se ha visto también que la inflación europea tiende a valores sobre el 2.3%. Con estos datos, ¿cual puede ser el objetivo de inflación a medio plazo que fije el Banco de España para después de 1997, de modo que tal objetivo sea deseable y factible?

Independientemente de que se entre en la UEM el nuevo objetivo tendrá que ser la convergencia hacia la tasa de inflación europea, tal como se argumenta en el número 25 del BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO, en el que se basan los párrafos siguientes. La formulación del objetivo podría consistir en situar la inflación española de forma estable por debajo del 2.5%. De acuerdo con las predicciones anteriores la probabilidad estimada de alcanzar dicho objetivo en 1998 es hoy en día pequeña, aunque ciertamente no es despreciable. Así pues, este objetivo puede contemplarse como factible pero todavía con dificultades importantes para ser alcanzado.

Para analizar dónde se sitúan estas dificultades conviene volver a las predicciones desglosadas del IPC comentadas en la sección III. La primera cuestión a señalar es que las tasas de crecimiento anual medio para 1998 en el IPC e IPSEBENE apenas difieren entre sí, indicando que los precios de los alimentos no elaborados (ANE) y de los bienes energéticos (ENE) van a tener una contribución neutra a la tasa de crecimiento del IPC, en el sentido de que los índices ANE y ENE no modificarán prácticamente la tasas resultantes a partir de los componentes que configuran el IPSEBENE. En estos componentes se aprecian comportamientos diferenciados. En el componente índice de precios de bienes elaborados no energéticos (BENE), los precios referidos a bienes alimenticios (AE) se distingue en su evolución de los correspondientes a las manufacturas (MAN). Para los primeros se predice una tasa media en 1998 del 1.82%, con lo que contribuyen favorablemente a situar la inflación por debajo del 2.5%. Sin embargo, para los precios de las manufacturas se predice una tasa de 3.33%. Esta tasa es bastante representativa para el 55% de los precios de las manufacturas en la cesta del IPC y baja para los precios de los automóviles, que suponen el 17.5% del índice MAN. Los precios de las manufacturas han empeorado su diferencial de inflación respecto a Europa y han constituido un freno a que se redujera el diferencial en el IPC. Para luchar contra la inflación en estos mercados parecen necesarias medidas legales y de todo tipo que fomenten la competencia en la distribución y comercialización de las manufacturas, anulando o suavizando las limitaciones a la libertad de horarios comerciales,

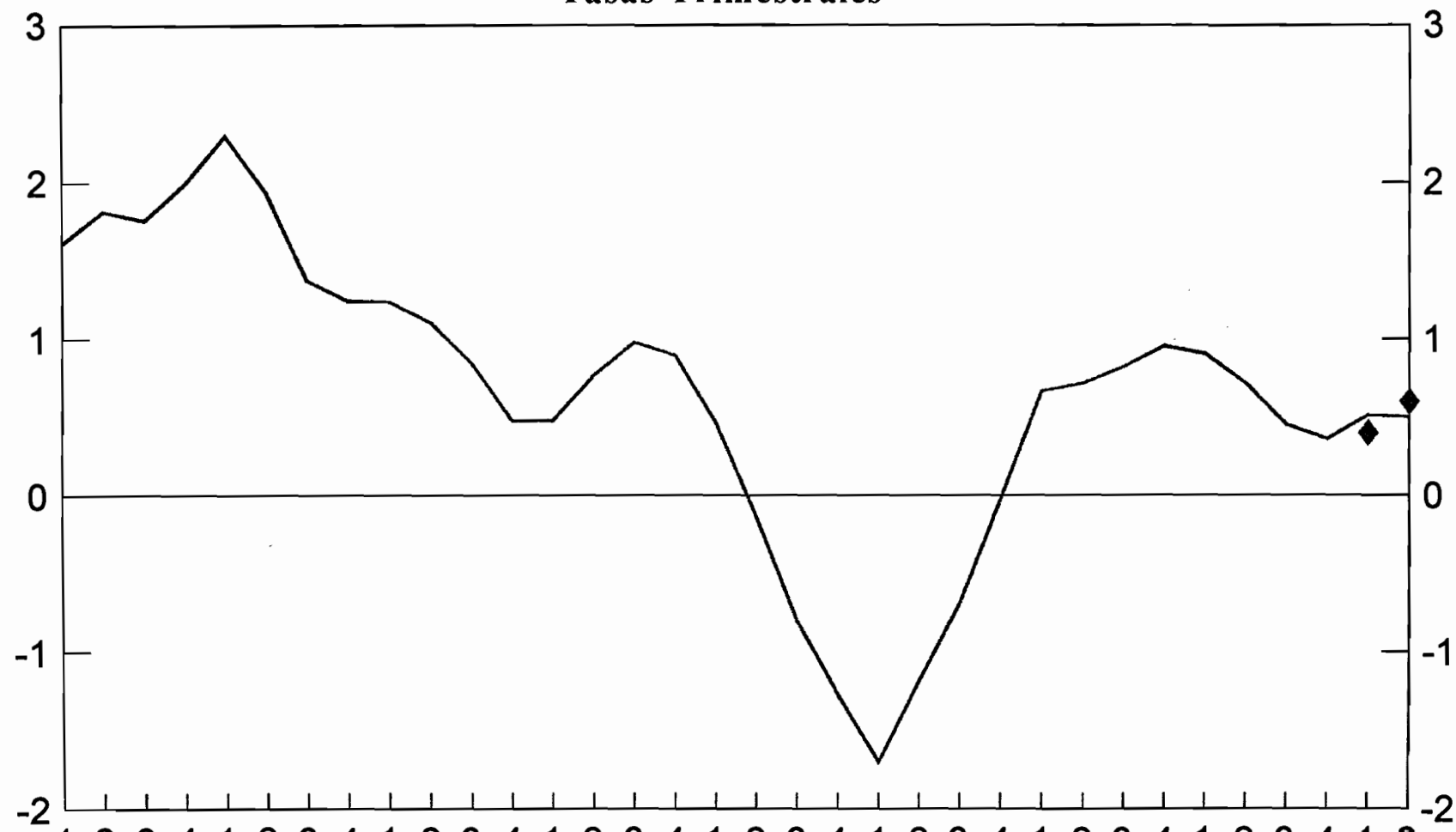
reduciendo las limitaciones a la apertura de centros comerciales y de establecimientos específicos, etc.

Respecto al componente restante del IPSEBENE, los precios de los servicios (SERV), se predice una tasa de crecimiento anual medio del 3.68% en 1998. Este índice durante la última crisis económica redujo mucho su tasa de crecimiento acumulado anual que a finales de 1992 estaba en el 10% y la ha continuado reduciendo - véase gráfico 5 - recientemente con el episodio de atonía en el crecimiento de la demanda interna que comenzó a mediados de 1995 (véase gráfico 10). El índice SERV ha sido el componente del IPC que más ha contribuido en los últimos cuatro años a que se redujera el diferencial de inflación con Europa, pero al mismo tiempo continúa siendo el componente más inflacionista del IPC y con tal característica se proyecta en el trienio 1997-1999.

Los servicios se encuentran poco abiertos a la competencia internacional, abordan una demanda creciente en el sentido de que la cesta de la compra de los consumidores tiende a incluir cada vez mayor porcentaje de la misma en servicios y con frecuencia al consumidor le resulta difícil y excesivamente costoso conseguir información sobre las alternativas existentes en el mercado. Todo ello favorece un mayor incremento en los precios en los servicios que en los precios de los mercados de bienes. Así, la lucha contra la inflación requiere acciones específicas sobre el sector de servicios, en concreto la introducción de medidas que favorezcan la competencia, como, por ejemplo, una nueva y adecuada reglamentación de los colegios profesionales, y medidas que faciliten la información de la calidad de los servicios y sus correspondientes precios a los consumidores. En cuanto a exponer y facilitar información a los posibles clientes, los productores de servicios están sometidos a una regulación mucho más laxa que los productores y distribuidores de bienes. Esfuerzos en esta dirección son necesarios y una medida útil podría ser obligar a las empresas de servicios a someterse a auditorías de calidad e informar a los posibles clientes de los resultados de las mismas.

DEMANDA INTERNA

Tasas Trimestrales



En la formación de los precios el excedente empresarial y las rentas salariales son factores determinantes, por lo que se deben eliminar incentivos adversos y rigideces en el proceso de generación de tales excedentes y salarios. Así, la posibilidad de recurrir a subvenciones públicas, estatales o autonómicas, tras de una mala gestión o falta de previsión empresarial deben eliminarse, pues de lo contrario el empresario incluye la posibilidad de subvención en su proceso de maximización de beneficios y puede concluir tomando decisiones sobre precios que no se acomoden a la evolución de la competencia a la que se enfrenta. Asimismo, la negociación de las rentas salariales necesita realizarse teniendo en cuenta las condiciones concretas de cada empresa.

En cuanto a la política macroeconómica se tiene en estos momentos una política fiscal encaminada a conseguir el objetivo de déficit público y la política monetaria mantiene unos niveles restrictivos que ya han sido comentados. Así pues, para converger en inflación con Europa no se plantean como necesarios tanto cambios importantes en dichas políticas, como los tipos de reformas estructurales discutidas anteriormente, así como los cambios en el comportamiento de los agentes económicos que se comentan a continuación.

En efecto, la aparente resistencia a que los precios al consumo se sitúen clara y firmemente en tasas inferiores al 3%, tendiendo a una cierta tasa de convergencia europea, viene favorecida por la lentitud con la que los agentes económicos están asimilando que los niveles de inflación en la economía española han cambiado de forma importante y, sobre todo, están avocados a converger con mayor o menor coste a las tasas europeas. Con niveles de inflación estables y bajos, la estrategia por parte de los agentes de intentar mantener su poder adquisitivo tiene, en primer lugar, que hacerse a partir de un cálculo correcto que incluya las nuevas tasas hacia las que tiende la inflación y no sobre la base de tasas anteriores, correspondientes a un período de fuertes desequilibrios que se están superando. Para este "cálculo correcto" de expectativas de parte de los agentes se necesitan indicadores fiables más allá de los objetivos gubernamentales y en este sentido la evolución de los tipos

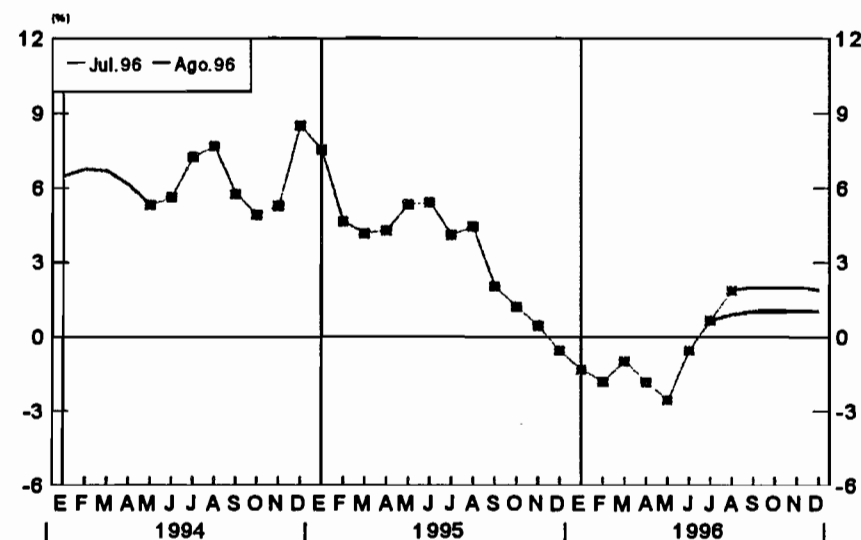
de interés, tal como se comenta más adelante, no muestra la señal firme que los agentes necesitan. En segundo término, la estrategia de mantenimiento del poder adquisitivo puede y deber ser más flexible. Con tasas de inflación bajas, la inmediatez en recuperar o mantener el poder adquisitivo pierde importancia relativa en favor de consideraciones que favorezcan el afianzamiento de las fuentes generadoras de rentas, de modo que los agentes disponen de horizontes temporales más amplios en los que organizar adecuadamente la producción y rentas que generan. Esto es la validez tanto en la estrategia de generación de beneficios empresariales como en la estrategia sindical seguida en los procesos de negociación salariales.

Esta incertidumbre existente sobre la asimilación del nuevo nivel en las expectativas de inflación por parte de los agentes pone ciertamente en peligro posibles avances en la lucha contra la inflación en el futuro próximo y ello debe estar siendo valorado con preocupación en el Banco de España, en un marco en que la recuperación económica está siendo más débil de lo esperado como se pone de manifiesto en los gráficos 10 y 11.

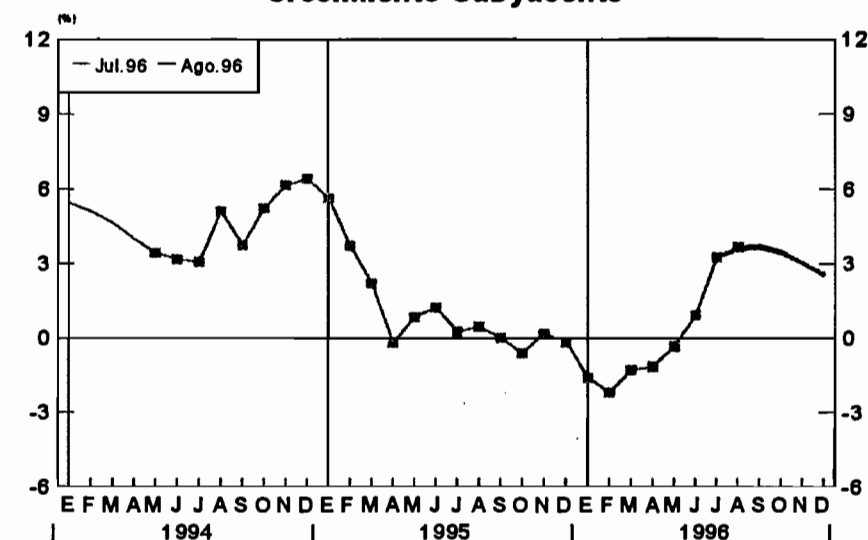
En todo este contexto, el nuevo objetivo de inflación a medio plazo que se fijará el Banco de España consistirá en converger a una tasa europea sobre el 2.3% y quedará la cuestión de si alcanzarla en 1998 o 1999. El horizonte de 1999 supondría que durante 1998 se pretendería consolidar la inflación por debajo del 3%, aspecto que de acuerdo con las predicciones comentadas en la sección III no está todavía asegurado, y aspirar en 1999 a tasas de inflación estables inferiores al 2.5%. Para este objetivo la política monetaria tendrá que ser extraordinariamente vigilante y las posibles nuevas bajadas de tipos de interés vendrán determinadas por los presupuestos finalmente aprobados y por el nivel de aceptación e incorporación de estas expectativas de inflación por parte de los agentes económicos. Reticencias fuertes en este sentido podrían obligar al Banco de España a una acción más rápida y establecer el objetivo de convergencia con la inflación europea en 1998, en cuyo caso difícilmente se producirían durante muchos meses nuevas bajadas de tipos de interés.

Gráfico 11

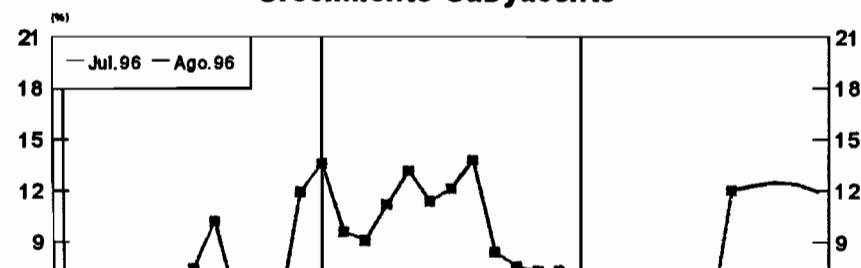
**Indice de Producción Industrial
Crecimiento Subyacente**



**I.P.I. DE BIENES DE CONSUMO
Crecimiento Subyacente**



**I.P.I. DE BIENES DE EQUIPO
Crecimiento Subyacente**



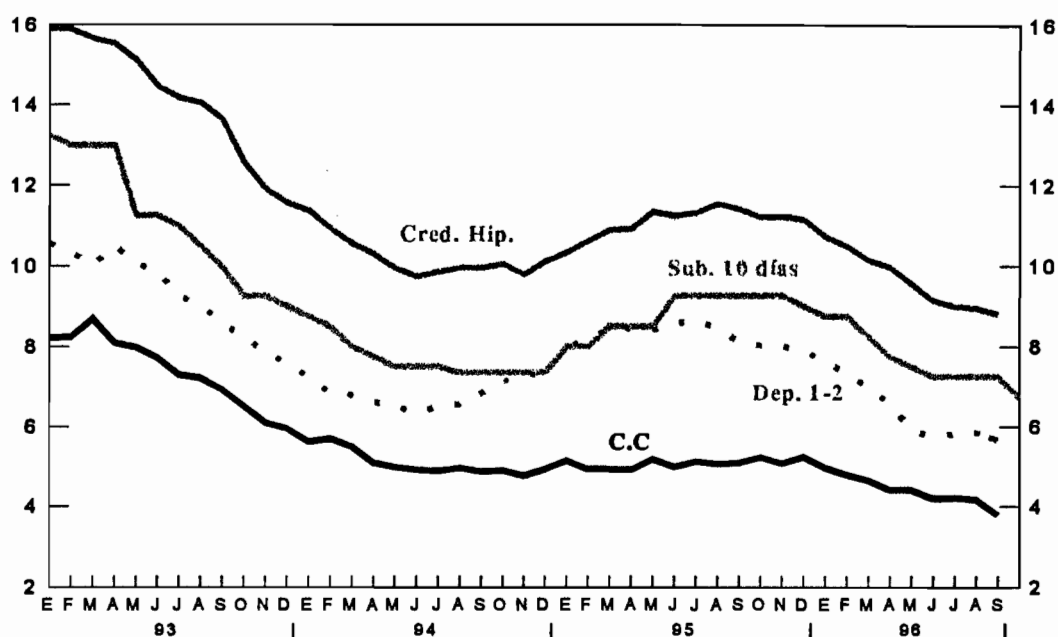
**I.P.I. DE BIENES INTERMEDIOS
Crecimiento Subyacente**



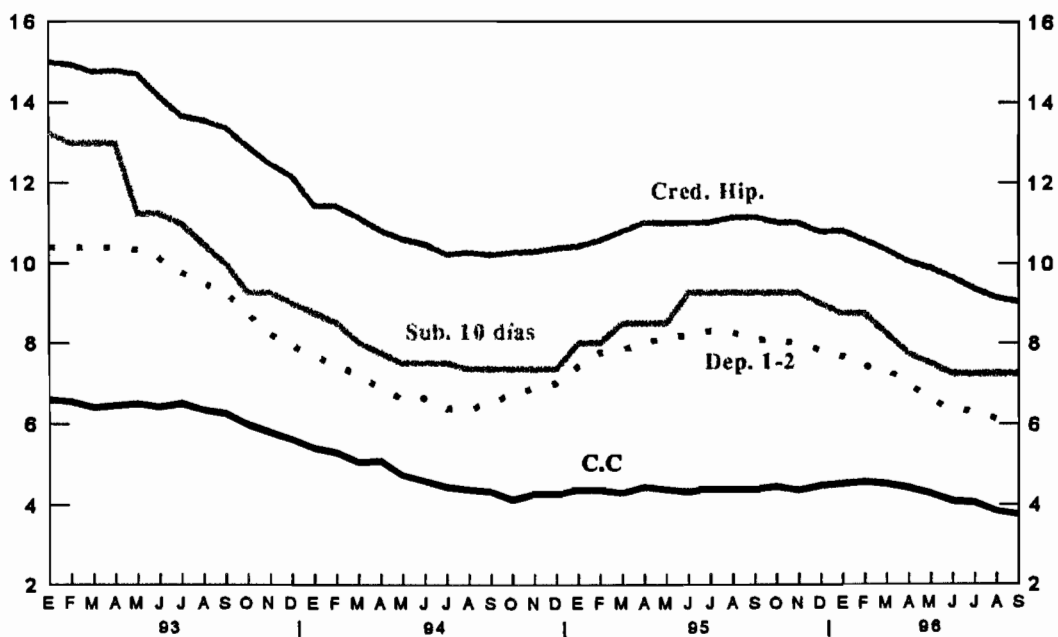
En la reflexión anterior se ha puesto de manifiesto el hecho de que los agentes económicos puedan acceder a indicadores de expectativas de inflación y actúen de forma consecuentemente con ellas se convierte en estos momentos en un elemento importante para la lucha contra la inflación. En este sentido los movimientos de tipos de interés nominales constituyen un indicador que incorpora las expectativas de precios. Por ello es necesario que el sistema financiero sea realmente competitivo, eficiente y con información muy fluida hacia el público, de modo que caídas en las expectativas de inflación se puedan reflejar de inmediato en descensos en los tipos de interés nominales. El que los tipos de interés nominales en préstamos al consumo con garantía personal se sitúen en estos momentos sobre el 10 y el 11%, cuando la inflación esperada no supera el 3%, refleja que es necesario aumentar la flexibilidad, información y competencia en el sector financiero.

En el gráfico 12 se recogen determinados tipos de interés de activo y pasivo aplicados por las cajas de ahorro y los bancos. Las expectativas de inflación que los agentes económicos pueden derivar actualmente de dichos tipos sólo son compatibles con el objetivo de inflación del Banco de España si se concluye que los tipos de interés reales tienen unos niveles muy elevados. Este es ciertamente el caso, lo que conduce a la sugerencia hecha al final del párrafo anterior, y de forma más general a realizar un planteamiento de la evolución que en estos momentos está tomando el sistema financiero español. En Ontiveros (1996) se ofrece una buena reflexión sobre tal evolución, señalando la tendencia existente de nuevo hacia la banca universal en detrimento del desarrollo de los mercados financieros como fuerza dominante del sistema. Ontiveros (1996) concluye planteando la cuestión de "si este renovado interés de la banca en la industria garantiza la mejora en las condiciones de eficiencia del sistema financiero y, desde luego, del conjunto de la economía española".

II. Tipo de Interés de los Bancos: Crédito hipotecario (Cred.Hip), Cuentas Corrientes (C.C), Depósitos a 1 año y menos de dos (Dep. 1-2) y Banco de España, Subastas a 10 días (tipo marginal) (Sub 10 días)



Tipo de Interés de las Cajas: Crédito hipotecario (Cred. Hip), Cuentas Corrientes (C.C), Depósitos a 1 año y menos de dos (Dep. 1-2) y Banco de España, Subasta a 10 días (tipo marginal) (Sub. 10 días)



En conclusión la inflación no está todavía muerta en España. Las políticas monetarias y fiscales emprendidas van en dirección adecuada para luchar contra ella, pero en absoluto son suficientes. Se requieren además reformas estructurales en distintos sectores y mercados del tipo de los comentados en esta sección y medidas que aumenten la información que se facilita a los consumidores. A nivel microeconómico es muy importante que los agentes puedan acceder a expectativas fiables de inflación y, sobre todo, que actúen en consecuencia con ellas. Todo esto supone un proceso de mejora de las condiciones de eficiencia de la economía española y en tal proceso es necesario también introducir una mayor flexibilidad del sistema financiero, planeándose al mismo tiempo la orientación se que desearía propiciarle.

REFERENCIAS

- * Banco de España (1996), Informe sobre la inflación, septiembre.
- * Espasa, A. y J.R. Cancelo (eds)(1993), Modelos Cuantitativos para el Análisis de la Coyuntura Económica. Alianza Editorial, Madrid.
- * Espasa, A., M. C. Manzano, M. LL. Matea y V. Catasús (1987). "La inflación subyacente en la economía española: estimación y metodología", Boletín Económica, Banco de España, marzo, pgs. 32-51.
- * Espasa, A y F. Lorenzo (1995,a), "Una propuesta de análisis desagregado de la inflación através de indicadores adelantados", Papeles de Economía, nº 62, pgs 308-321.
- * Espasa, A y F. Lorenzo (1995,b), "El empresario y el directivo ante los datos sobre la inflación. Diagnóstico sobre la situación actual", El anuario del empresario, 1995.
- * Espasa, A., A. Molina y E. Ortega (1984), "Forecasting the rate of inflation by means of the consumer price index", ponencia presentada al Congreso Internacional sobre Predicción, Londres, junio y recogida en el Documento de Trabajo 2416 del Servicio de Estudios del Banco de España.
- * López i Casanovas, G. (1996), "El presupuesto de 1997: el reto del rigor de los procedimientos presupuestarios de control de gasto para ganar credibilidad", Boletín IPC de Análisis Macroeconómico, nº 25, octubre, pgs 15-21.
- * Ministerio de Economía (1996), Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado, septiembre.
- * Ontiveros, E. (1996), "Privatizaciones y sistema bancario", Boletín IPC de Análisis Macroeconómico, nº 25, octubre, pgs 31-33.